

中国宏观策略研究

从美联储加息逻辑看中国通胀形势

2015 年 12 月 9 日

- CPI 在上个月份出现大幅回落之后，在 11 月份小幅反弹，同比增速从上个月的 1.3% 回升至 1.5%。11 月翘尾因素和新涨价因素分别比上个月增加了 0.1 个百分点。虽然从同比增速来看 11 月食品和非食品价格上涨幅度都有所反弹，但在环比上二者都和上月持平。其中食品价格环比中，除了鲜菜和鲜果价格出现上涨之外，肉禽/水产/蛋的价格都出现不同程度的下降。在非食品价格环比中，衣着、医疗保健和个人用品、家庭设备用品及维修服务价格上涨；而娱乐教育文化用品及服务、交通和通信价格分别下降 0.6% 和 0.2%；烟酒及用品、居住价格均持平。
- 11 月 PPI 同比和上个月持平于 -5.9%，环比增速略降，从上个月的 -0.4% 下降至 -0.5%，整体没有出现明显恶化的趋势，在某种程度上说明上游行业的通缩已经在稳增长政策不断加码和持续展开的基础上已经开始得到遏制。根据统计局数据显示：PPI 中生产资料价格同比下降 7.6%，影响全国工业生产者出厂价格总水平下降约 5.8 个百分点，由此判断 PPI 负增长基本都来自于生产资料价格的下降，而生活资料价格相对平稳。
- 美联储 12 月加息已经是箭在弦上，不得不发。其中除了就业数据超预期之外，合意的通胀水平也是重要原因。当初美联储推出 QE 之际就为今后退出设定了两个条件，一就是失业率不高于 6%，另外一个就是通胀水平不低于 2%。美国的失业率从去年 9 月以来就一直低于 6% 的目标值，而 CPI 在从去年 4 月到 7 月连续 4 个月维持于 2% 以上之后，由于受到包括原油价格在內大宗商品价格跳水的影响，一路下行至零甚至上半年个别月份出现通缩的现象。在此背景下，为何美联储依然考虑在年内加息呢？这主要还是美联储所观测的物价指数更多的是核心 CPI 而不是广义 CPI。反观美国的核心 CPI（去除能源和食品）稳步上升的趋势已经非常明显，截至 10 月已经连续两个月稳定在 1.9%。鉴于美国劳动力市场的天平开始向供给端倾斜，未来工资水平可能会持续反弹，这会令核心 CPI 随时突破 2% 的目标值。因此美联储不必拘泥于一定要严格完全满足所有条件才考虑加息。

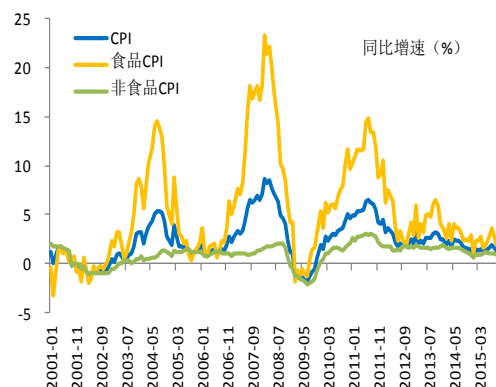
章俊
首席经济学家

联系方式：

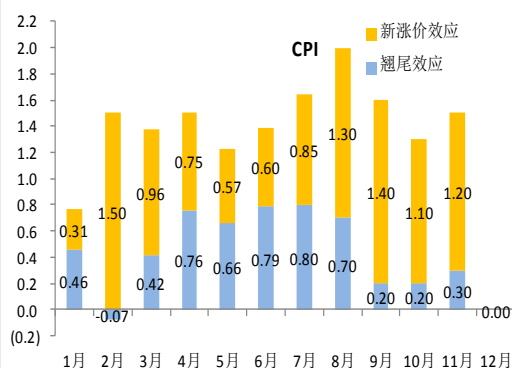
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：CPI 小幅反弹



图表 2：新增效应 VS 翘尾效应



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

- 反观中国，最近几个月 CPI 持续下行，在很大程度上为货币政策宽松来为经济增长托底提供了空间，但我们需要指出的是：这很大程度上是鉴于对广义 CPI 的观测所得出的结论。如果我们看一下去除能源和食品以外的核心 CPI，其最近的高点是在 14 年初的 2% 左右，距离目前 1.5% 的水平并没有下降多少。反观广义 CPI 则从 13 年 4 季度的 3% 以上大幅回落至目前 1.5% 以下。广义 CPI 的波动很明显是一方面受到来自包括原油在内大宗商品价格的暴跌的负面冲击，另一方面食品价格中的猪肉价格由于权重设置的问题而对中国广义 CPI 的影响，但年内具有中国特色的“猪周期”并没有如预期中的那样对食品价格造成巨大扰动；同时由于粮食丰收造成粮价上涨受到的很大的抑制。但我们认为这种趋势未必是可持续的：首先，大宗商品价格的波动并不完全反映需求端实际情况，而考虑包括地缘政治变化影响等各种因素在内的交易属性凸显。因此目前我们所看到的大宗商品价格暴跌所带来的输入性通缩在明年未必会贯穿全年。其次，姑且不说明年“猪周期”是否会卷土重来，但受到今年粮食丰收所造成卖粮难，以及明年的粮食作物的春播面积可能会受到影响，再加上明年全球厄尔尼诺现象可能加剧，中国粮价很难独立于可能出现的全球粮价上涨的大趋势。因此，基于广义 CPI 走势来决定货币政策取向是存在风险的。最后，我们再看一下 PPI 走势。美国的 PPI 从去年 12 月也开始由正转负，一路下行至今年 10 月的 -4.1%，但这并没有成为阻碍美联储加息的因素。中国 PPI 已经连续 40 个月负增长，上游行业通缩已经毋庸置疑。虽然大宗商品价格暴跌和需求周期性疲软是重要原因，但我们认为更多的是中国经济结构转型所造成的产能过剩，这是通过单纯降息不可能扭转的。这和欧洲央行降息来应对欧元区通缩是存在本质性区别的。
- 总结一下，随着未来经济形势复杂度的不断提高，货币政策操作的难度也随之加大，在此过程中更应该找准问题的核心。在通胀问题上，我们认为货币政策盯住核心通胀是未来大势所趋，而不应该被广义 CPI 和 PPI 波动而过多的干扰。鉴于目前国内核心 CPI 相对平稳，而明年全球物价水平会温和回升（Reflation），因此央行继续大幅降息的必要性不大。我们认为明年一季度可能还会有一次降息，之后更多的是通过降准来对冲外汇占款下降对基础货币的影响，以及配合积极的财政政策的实施。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。